



INVESTITIONS- STRATEGIE

3. QUARTAL 2024



Editorial
**STAATSVerschuldung:
NORWEGEN ODER DIE USA?**

Das Wort des Ökonomen
WIR GLAUBEN DARAN ...



Editorial



Staatsverschuldung: Norwegen oder die USA?

Gewaltig, gigantisch, astronomisch ... Wenn es an etwas nicht mangelt, dann an Superlativen, um die Verschuldung einiger Staaten zu beschreiben. Es werden (wieder) Stimmen laut, die uns eine neue Staatsschuldenkrise vorhersagen, wie jene von 2011 während der Eurokrise. Der Ton bei den grossen Institutionen wie etwa der EZB, der BIZ oder dem IMF ist zwar etwas verhaltener, aber auch sie sind besorgt. Dabei sollte nicht vergessen werden, dass jegliche Neuverschuldung aufgrund höherer Staatsausgaben durch (Steuer-)Einnahmen finanziert werden muss, um nicht in einen Teufelskreis zu geraten. Besonders besorgniserregend ist die unkontrollierte Zunahme der Nettozinslast im Verhältnis zu den Staatseinnahmen.

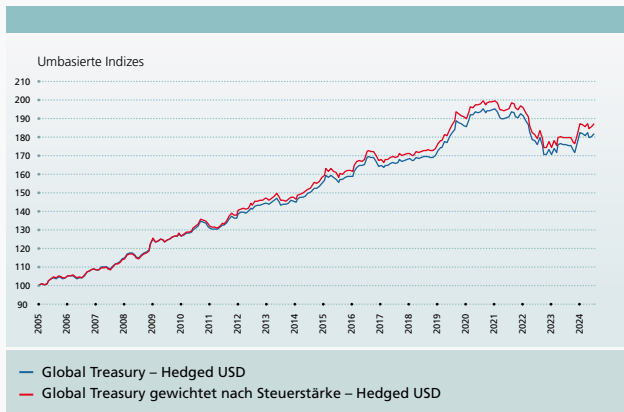
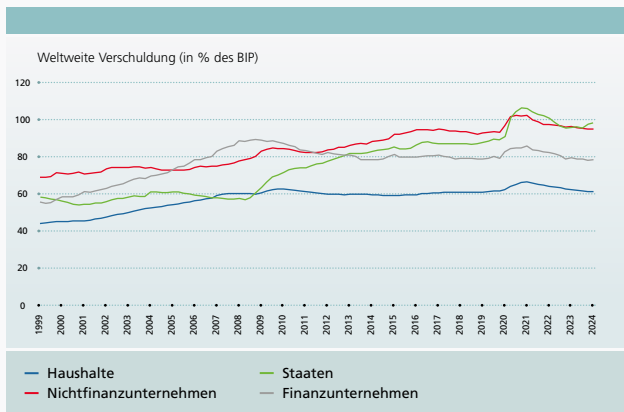
Aber ordnen wir die Dinge doch erst einmal ein. Gemäss Schätzung des Institute of International Finance (IIF) beläuft sich das Welt-BIP auf rund 93 Billionen US-Dollar. Das sind 93 000 Milliarden! Ende Mai 2024 betragen die von den Privathaushalten, Staaten, Finanz- und Nichtfinanzunternehmen angehäuften Schulden etwa 315 Billionen US-Dollar, wobei Staatsschulden rund 29 % davon ausmachen. Mit anderen Worten: Die gesamte weltweite Wirtschaftsleistung von drei Jahren würde nicht ausreichen, um die von der Weltwirtschaft angehäuften Schulden abzutragen. Was vor allem ins Auge sticht, ist die besonders starke Zunahme der Staatsverschuldung seit der Finanzkrise (Abbildung 1). Rund ein Drittel der globalen Schulden ist verbrieft und liegt in institutionellen, staatlichen oder privaten Portfolios. Den grössten Anteil machen dabei Staatsanleihen aus. Das führt paradoxerweise dazu, dass ein Staat in einem von Benchmarks und Vergleichsindizes geprägten Anlageuniversum umso stärker gewichtet wird, je mehr Schulden er macht. Passive Anlegerinnen und Anleger laufen somit Gefahr, Haushaltsdefizite von überrepräsentierten staatlichen Emittenten finanzieren zu müssen.

**URS ZIEGLER**

Leiter Geschäftsbereich Asset Management

Es gibt aber auch alternative Benchmarks, die sich an der Qualität eines Staatshaushalts orientieren. Dabei werden «schlechter geführte» Staaten im Vergleich zu «besser geführten» Staaten anhand eines Ratingsystems geringer gewichtet. In unserem von Bloomberg bereitgestellten Beispiel reichen die jüngsten Ratings von 1,75 bis 8, wobei die «Steuerstärke» der Industrieländer, des globalen Südens oder der Schweiz berücksichtigt wird. Die Gewichtung Norwegens, das Land mit dem besten Score, steigt so von 0,12 auf 0,37 %. Der Ansatz, Staaten nach ihrer Fähigkeit, ihr Haushaltsdefizit finanzieren zu können, zu gewichten, ist zwar lobenswert, die Ergebnisse in Bezug auf die Performance sind jedoch nicht gerade spektakulär. In Abbildung 2 wird die historische Performance einer traditionellen Benchmark mit einer Benchmark, die die Haushaltsqualität berücksichtigt, verglichen. Um die Indizes miteinander vergleichen zu können, wurde das Beispiel um den Wechselkurseffekt bereinigt. Während des – recht turbulenten – Berichtszeitraums lässt sich zwar eine Differenz zugunsten der Strategie «Steuerstärke» feststellen, jedoch keine signifikante Zunahme. Die geringe Differenz deutet darauf hin, dass in diesem äusserst liquiden Segment des Anleihemarkts noch weitere Ausgleichskräfte am Werk sind.

Wie dem auch sei, die Staatsverschuldung wird auch weiterhin für Diskussionen sorgen und verdient unsere volle Aufmerksamkeit.



.....
EDITORIAL 2
 Staatsverschuldung: Norwegen oder die USA?

.....
DAS WORT DES ÖKONOMEN 4
 Wir glauben daran ...


.....
**MAKROSYNTHESE:
 ENTWICKLUNG UND SZENARIO** 6


.....
ÜBERBLICK ÜBER DIE MÄRKTE 7

.....
**WIRTSCHAFTS- UND
 FINANZPROGNOSEN** 8

 **Schweiz** 9
 Makroökonomische Entwicklung
 Zinsen und Wechselkurse
 Aktienmarkt

 **Eurozone** 12
 Makroökonomische Entwicklung
 Zinsen und Wechselkurse
 Aktienmarkt

 **Vereinigte Staaten** 15
 Makroökonomische Entwicklung
 Zinsen und Wechselkurse
 Aktienmarkt

 **Dynamische Wachstumsregionen** 18
 Makroökonomische Entwicklung
 Anleiheschulden
 Aktienmarkt

.....
ROHSTOFFE 21



VALÉRIE LEMAIGRE
Chefökonomin

Das Wort des Ökonomen

Wir glauben daran ...

DIE WESENTLICHEN PUNKTE

1. Die Produktivität als Wachstumsmotor für 2025: USA im Vorteil
2. Der Schlüssel zur Produktivität: Investitionen in geistiges Eigentum (F&E und Technologie)
3. Das Timing von Konjunkturzyklus und Transformation mindert Risiken und eröffnet langfristige Möglichkeiten

Zu einem Zeitpunkt, an dem die Signale bezüglich Konjunktur und Inflation noch widersprüchlich sind und politische wie auch geopolitische Risiken auch an unsere Tür klopfen, mag die Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte erstaunen oder verunsichern. Der amerikanische Aktienmarkt, repräsentiert durch den S&P 500, konnte im ersten Halbjahr einen Anstieg von 15 % verzeichnen, während die Märkte in Europa und der Schweiz mit rund 7 % hinterherhinken. Hauptgrund für diese Entwicklung sind ein – wenn auch zaghafter – Kurswechsel der Zentralbanken sowie die verbesserte Visibilität und die besseren Aussichten der Unternehmen. Dabei sollte einmal mehr die anhaltende Dominanz der grössten amerikanischen Technologiewerte betont werden, die vom Vormarsch der künstlichen Intelligenz profitieren. Das grösste Zugpferd bleibt Nvidia. Die Aktie ist bereits seit Jahresbeginn auf Höhenflug und trägt mehr als 30 % zur Performance des S&P bei. Stellt sich die Frage, ob es sich dabei lediglich um eine Technologieblase oder vielmehr um die Industrie 4.0 handelt.

Für eine Technologieblase spricht Nvidias Marktkapitalisierung. Sie beträgt mittlerweile mehr als 3 Billionen US-Dollar (fast 10 % des amerikanischen BIP) und hat sich innerhalb eines Jahres fast verzehnfacht! Dieser Kurssprung muss jedoch getrennt vom Anstieg anderer Technologiewerte wie Microsoft oder Apple betrachtet werden, deren Aktien seit den Höchstwerten von 2021 «nur» um etwa 30 % gestiegen sind.

Im Lager der «Industrie 4.0»-Befürworterinnen und -Befürworter wird der Einzug der KI als eine neue Form der Produktivität von Mensch und Maschine gesehen, die sich insbesondere bei Unternehmensdienstleistungen oder persönlichen Dienstleistungen durchsetzen dürfte. Eine neue Ära, die die grossen nationalen und internationalen Forschungszentren derzeit zu entschlüsseln

suchen. Über die Tragweite dieser Entwicklung gehen die Meinungen zwar auseinander, die Resultate deuten aber zweifelsohne auf ein erhebliches Produktivitätssteigerungspotenzial hin, das auf einem traditionell bedeutenden Faktor beruht: Investitionen in geistiges Eigentum, d. h. in Forschung und Entwicklung (akademische Grundlagenforschung und angewandte industrielle Forschung) sowie in Technologie (Software und Datenbanken).

Unter den weltweit 2500 Unternehmen, die 2022 am meisten in die angewandte Forschung investierten, rangierte die amerikanische Tech-Branche unter den ersten zehn (Microsoft, Apple, Meta, Alphabet usw.). Nvidia gehörte im November 2022, als ChatGPT lanciert wurde, noch nicht dazu. Auch 52 Schweizer Unternehmen sind vertreten. Darunter Roche und Novartis, die beiden Paradeunternehmen der Schweizer Pharmaindustrie, die sich ein Kopf-an-Kopf-Rennen mit den US Pharma- und Tech-Giganten liefern. Die restriktiveren Finanzierungsbedingungen hielten diese Konzerne offensichtlich nicht von Investitionen ab und sie stellen angesichts des Konjunkturzyklus, des demografischen Wandels und der Energiewende bereits jetzt die Weichen für ihr künftiges Wachstum.

Wie in der letzten Ausgabe erwähnt, stützt sich das Szenario 2025 auf eine nicht allzu frenetische Erholung der Konjunktur, die es ermöglichen sollte, den anstehenden Wandel dank jener Unternehmen, die für die dafür benötigten unerlässlichen Innovationen sorgen, zu bewältigen. «Daher erscheint es uns nicht übertrieben, die Wachstumsprognosen je nach Region um 0,5 bis 1 % über das derzeitige Potenzial hinaus anzuheben. Machen wir nach all den Krisen und der trüben Stimmung in den letzten Jahren Platz für Überraschungen beim Wachstum und eine gewisse Euphorie...!». Ein dynamischeres Szenario für 2025: **Wir glauben daran.**

Der Vorsprung der US-Wirtschaft aufgrund der gestiegenen Produktivität durch Investitionen in geistiges Eigentum hat sich einmal mehr bestätigt. Der Anteil der USA an der Wertschöpfung hat auch während der Krisen weiter zugenommen und beträgt mittlerweile ein Viertel des jährlichen weltweiten BIP. Dies zulasten der Eurozone, die 2022 weniger als 14 % ausmachte. Mit knapp 18 % hat China die Eurozone überholt, trotz der zahlreichen Fragen rund um seine Wirtschaft. Ungeachtet aller Zweifel kommt China im internationalen Handel nach wie vor eine Schlüsselrolle zu und es wird aufgrund seiner Positionierung im Bereich der Übergangstechnologien und der dafür benötigten Ressourcen auch weiterhin eine führende Rolle spielen.

Aber mal ganz abgesehen von den konjunkturellen Faktoren, die zunehmend auf eine Erholung beim internationalen Handel und bei der regionalen Wirtschaftstätigkeit hindeuten, richtet sich das Augenmerk immer mehr auf die strukturellen Herausforderungen und die damit verbundenen Lösungen, um den anstehenden Wandel bewältigen zu können. Die von den Finanzmärkten genau beobachteten Zentralbanken haben mit dieser komplexen konjunkturellen und strukturellen Lage zu kämpfen. Die EZB wie auch die SNB haben damit begonnen, die Zinsen auf der Suche nach dem neutralen Zinssatz (der weder die Konjunktur noch die Inflation beeinflusst) zu senken. Die US-Notenbank Fed wartet hingegen noch ab. Dass die Zinssenkung auf beiden Seiten des Atlantiks nicht zur selben Zeit erfolgt, liegt an der unterschiedlichen Ausgangslage, den regional verschiedenen Folgen und der Art der Systeme. Die gemeinsame Erhöhung war hingegen durch den damaligen Kontext und die weltweiten Auswirkungen bedingt.

Dass Investiervorhaben wieder mehr als die Risikokosten abwerfen, ist Teil eines neuen gesunden Gleichgewichts. Für die Zentralbanken bedeutet das, die richtige Mischung aus einem massvolleren Bilanzmanagement und Zinslockerungen zu finden. Um den gegenwärtigen Strukturwandel und damit verbundene Herausforderungen wie etwa den Finanzierungsbedarf aufgrund der Überalterung, die steigenden Metallpreise im Zuge der sogenannten vierten industriellen Revolution (Industrie 4.0) und der Energiewende, aber auch die zunehmenden geopolitischen Spannungen meistern zu können, müssen die Finanzierungskosten, d. h. die Zinssätze, wieder unter der Wachstumsrate liegen. So könnte der Anstieg des Schuldendienstes begrenzt und die Tragbarkeit der Schulden gewährleistet werden. Auch der in den 1970er und 1980er Jahren aufgetretene Schneeballeffekt, bei dem der Schuldendienst – ohne zusätzliche Ausgaben – automatisch zu einem Anstieg des Haushaltsdefizits und der Staatsverschuldung führte, könnte so vermieden werden. Dazu ist ein Austausch und eine Zusammenarbeit auf regionaler wie internationaler Ebene sowie eine Analyse der Auswirkungen der komplexen geld- und haushaltspolitischen Massnahmen unbedingt erforderlich. Den europäischen Wählerinnen und Wählern, die jüngst ihre Unzufriedenheit und ihr Misstrauen gegenüber den derzeitigen Regierungen zum Ausdruck gebracht haben, dürfte dies nur schwer zu vermitteln

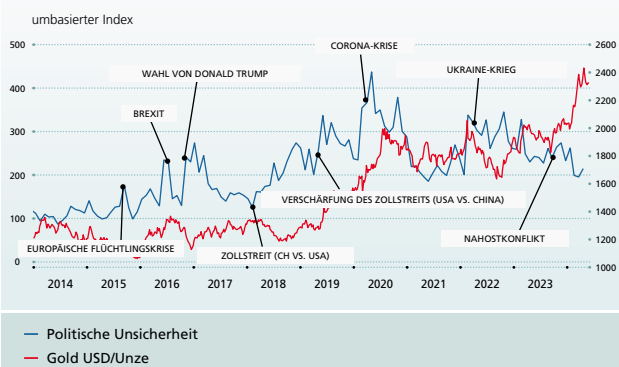
sein. Angesichts der anstehenden Wahlen in den USA dürfte die Wahlagenda die Stimmung noch einige Monate beeinflussen. Wir gehen davon aus, dass die aktuelle Konjunkturverbesserung die Folgen der Unentschlossenheit der Wählerinnen und Wähler auf das Szenario in Grenzen halten wird, so lange weder die wichtigsten Währungen (USD, EUR, CHF) noch die Preise für die wichtigsten Rohstoffe und deren Transport, die sowohl für das Konjunktur- als auch für das strukturelle Wachstum unerlässlich sind, einen grösseren Schock erleiden.

Der im November begonnene (und bislang fast nur von technologischen Innovationen und geistigem Eigentum aus dem KI-Bereich befeuerte) Aufwärtstrend an den Aktienmärkten hat seinen Höhepunkt noch nicht erreicht. Die Vorsicht wegen des Hypes um Nvidia sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch andere amerikanische Grossinvestoren oder sonstige Unternehmen, die ihre Produktivität und damit ihre Profitabilität steigern wollen, über beträchtliches Potenzial verfügen. Für KMU, die für knapp 70 % der Arbeitsplätze und 50 % der Wertschöpfung sorgen, braucht es jedoch einen geldpolitischen Impuls, damit sie sich leichter finanzieren können. In der Schweiz und in Europa konnten sie bisher noch nicht von den Leitzinssenkungen profitieren. Der erforderliche Zeitrahmen, politische Herausforderungen und das umstrittene 25-Jahr-Jubiläum der bilateralen Abkommen sind alles Gründe, warum sich Anlegerinnen und Anleger in Europa eher zurückhalten. Dabei sollten wir nicht vergessen, dass Europa einer der wichtigsten Handelspartner der Schweiz ist und dass das Land eng mit der europäischen Wirtschaft verflochten ist.

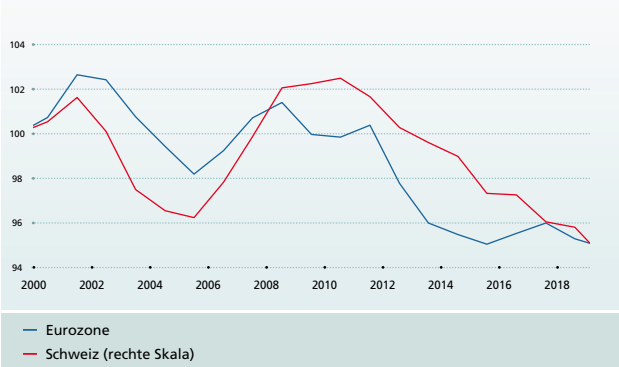
Abgesehen von diesen politischen Störgeräuschen, die die meisten Beobachterinnen und Beobachter als Risiko sehen, haben sich die wichtigsten Kennzahlen für Finanzanlagen konsolidiert, allen voran die Geschäftstätigkeit und die Profitabilität der Unternehmen, aber auch das Wachstumspotenzial (Produktivitätssteigerungen in den meisten Sektoren). Wir sind zuversichtlich, dass diese Indikatoren 2025 voll zum Tragen kommen werden. Die durch die politische Agenda erzeugte Volatilität bietet möglicherweise eine Gelegenheit, die Beteiligung an zyklischen und strukturellen Wachstumswerten in den Portfolios zu erhöhen. Neben dem Technologiesektor profitieren auch andere US-Unternehmen von ihrem Wettbewerbsvorteil, weshalb deren Gewinne künftig ebenfalls steigen könnten. Wir werden entsprechende Positionen in den kommenden Monaten weiter ausbauen, je nach den sich bietenden Gelegenheiten.

Die Finanzmärkte haben sich noch nicht zwischen Technologieblase oder Industrie 4.0 entschieden. Überbewertungen gewisser hochkonzentrierter Titel am US-Markt können somit nicht ausgeschlossen werden. Dies muss beim Risikomanagement berücksichtigt werden, obwohl der Börsenzyklus noch längst nicht alle Titel umfasst und seinen Höhepunkt noch nicht erreicht hat. Wir glauben daran ...

GLOBALER INDEX FÜR POLITISCHE UNSICHERHEIT



VEREINIGTE STAATEN: REALES BIP PRO KOPF



Makrosynthese: Entwicklung und Szenario

Jüngste Entwicklungen

Das **Wirtschaftswachstum** der meisten westlichen Volkswirtschaften fiel im ersten Quartal eher überraschend aus. Mit Ausnahme der Niederlande war es fast überall positiv und lag nahe am oder sogar über dem Potenzial. In den USA war die Wirtschaftstätigkeit ebenfalls rückläufig, vor allem der Privatkonsum ging zurück. Der Jahresanfang zeichnete sich durch eine Normalisierung der Lagerbestände aus. Unternehmen und Privathaushalte erwiesen sich weiter als resilient.

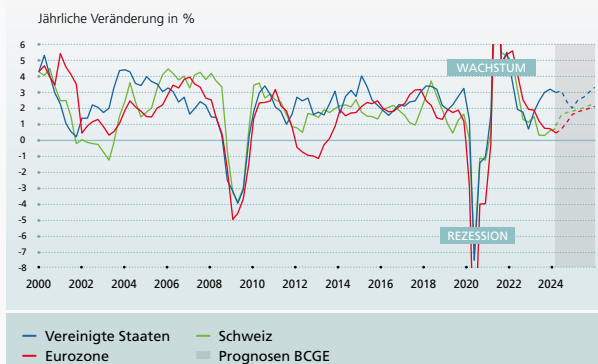
Nach einem starken **Inflationsrückgang** im letzten Jahr geht das Preiswachstum derzeit nicht mehr deutlich zurück. Vielmehr hat es sich stabilisiert und liegt in den USA bei etwa 3 % und in der Eurozone bei 2,5 %, wobei einige Länder deutlich darüber liegen (Belgien 4,9 %, Spanien und Portugal 3,8 %, Österreich 3,3 %). Die Schweiz stellt mit einer stabilen Inflation von rund 1,4 % eine Ausnahme dar. Da der Zielwert in Europa wieder in Reichweite gerückt ist, haben die EZB wie auch die SNB ihre Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt. Die amerikanische Zentralbank hingegen wollte bisher noch keine Entwarnung geben.

Perspektiven 2024/25

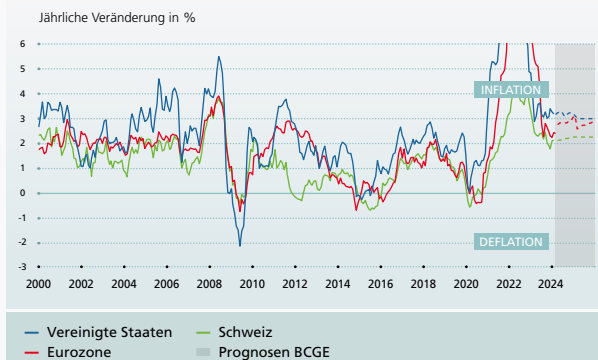
Der Welthandel und die Nachfrage nach für Investitionen unverzichtbaren Ressourcen deuten auf einen Konjunkturaufschwung hin. Nach einer **konjunkturellen Normalisierung** in diesem Jahr dürfte es ab 2025 zu einer zunehmenden Erholung kommen. Getragen wird sie von den in den letzten Jahren getätigten Investitionen in Innovationen und den damit verbundenen Produktivitätssteigerungen. Der aktuelle Boom im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI) dürfte zahlreichen Sektoren, namentlich dem Dienstleistungssektor, zugute kommen und durch eine Optimierung der Produktionsfaktoren (Kapital und Arbeit) ein höheres Wachstumspotenzial ermöglichen. In dieser Hinsicht heben sich die USA mehr und mehr durch die dortige Investitionsdynamik in geistiges Eigentum ab. Das liegt vor allem an den grossen Technologieunternehmen, aber auch an den massiven staatlichen Programmen zur Förderung privater Initiativen. Die industrielle Dynamik sorgt für einen robusten Arbeitsmarkt und regelmässige Einkommen, was wiederum den Privatkonsum stärkt. Der Anteil der USA am weltweiten BIP nimmt stetig weiter zu und geht hauptsächlich zulasten der Eurozone.

Die **Inflation** verharrt hartnäckig auf dem gegenwärtigen Niveau, was verschiedene strukturelle Gründe hat, wie etwa die begrenzte Verfügbarkeit von Produktionsressourcen. Daran dürfte sich wohl auch 2025 nichts ändern, wobei die Entwicklung von der **Geldpolitik** abhängt. Diese wird 2024/2025 von der Suche nach dem Gleichgewichtszins geleitet. Die genaue Höhe dieses Wertes ist unter den führenden Forschungsinstituten jedoch umstritten.

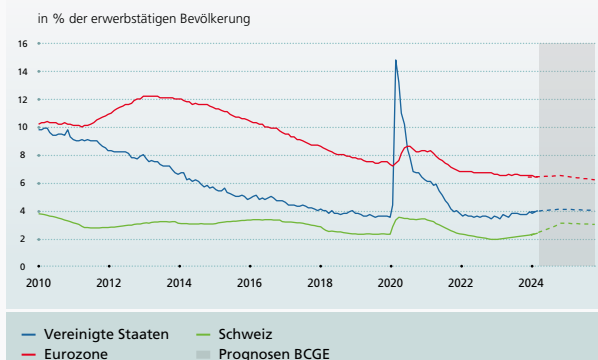
WACHSTUM DES BIP



KONSUMENTENPREISINFLATION



ARBEITSLSENQUOTE



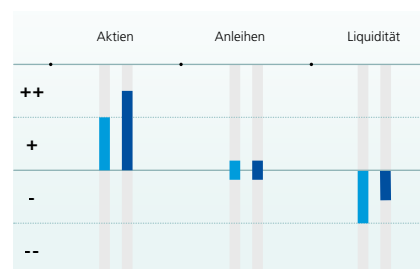
Überblick über die Märkte

■ Vorher
■ Aktuell

ASSET-ALLOKATION

- Die Asset-Allokation orientiert sich an den Unternehmen. Die zunehmende Erholung in immer zahlreicheren Sektoren und Regionen unterstützt den Aufschwung bei Aktien. Wir verwenden liquide Mittel, um die Allokation entsprechend zu erhöhen.
- Anleihen werden ihrer Rolle mittlerweile wieder gerecht und hochwertige Unternehmensanleihen sichern das Kapital, im besten Fall über die gesamte Laufzeit.
- Dank guter Auswahl und Überzeugungen lassen sich Gewinne aufgrund von Produktionsverbesserungen abschöpfen. Die aktive Verwaltung gewinnt in Zeiten zunehmender Profitabilität wieder an Bedeutung, da sie weniger konzentriert ist als die passive.

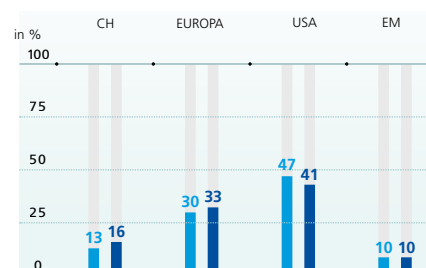
- Die Übergewichtung bei Aktien erhöhen.
- Die Gewichtung von Anleihen nahe dem Referenzwert beibehalten.
- Liquide Mittel investieren.



AKTIEN

- Die Gewinnerwartungen für 2024/25 hellen sich weiter auf, während die Normalisierung ein Comeback der Fundamentaldaten ermöglicht.
- Bei den Beteiligungen müssen die zyklischen und strukturellen Kräfte berücksichtigt werden, bei denen die USA im Vorteil sind. Die Investitionen in geistiges Eigentum und Innovationen wurden in den letzten Jahren verstärkt, insbesondere im Technologie- und Pharmasektor. Die Schweiz kann sich behaupten, während Europa zurückfällt.
- Auch wenn China durch seine konjunkturellen und dogmatischen Positionen enttäuscht, bleibt das Land unverzichtbar.

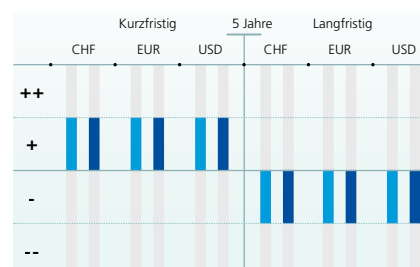
- Das Engagement in den USA ausbauen, um deren technologischem Vorsprung Rechnung zu tragen und gleichzeitig das Konzentrationsrisiko zu begrenzen.
- Das Engagement in den Megatrends (IT, Pharma und Industrie) beibehalten und breiter diversifizieren.



ANLEIHEN

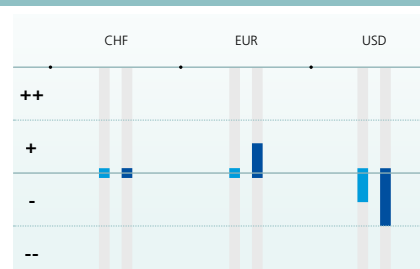
- Alle Anleihen bewegen sich nun wieder im normalen Zinsbereich. Qualitätsanleihen bieten wieder Kapitalschutz und schaffen langfristig Wert für das Portfolio.
- Angesichts der rückläufigen, aber hartnäckigen Inflation, des robusten Wachstums und der hohen Beschäftigung dürfte die Zinskurve vor allem aufgrund der Geldpolitik steiler werden. Die Renditen für Anleihen über zwei Jahre dürften auf hohem Niveau verharren.
- Der Preis für das Kreditrisiko ist aufgrund der soliden Fundamentaldaten stabil und historisch niedrig. Dennoch kommt einer sorgfältigen Auswahl weiterhin grosse Bedeutung zu, um «Unfälle» im Anleihenportfolio zu vermeiden.

- Die Orientierung an einer fünfjährigen Laufzeit beibehalten, da diese weniger empfindlich reagiert.
- Qualitativ hochwertige Anleihen beibehalten und das Kredit- und Liquiditätsrisiko von Unternehmen begrenzen.



WÄHRUNGEN

- Abgesehen von den Bewegungen im Zuge der jüngsten Wahlen kam es bei den wichtigsten Währungen zu keinen nennenswerten Schwankungen untereinander.
- Beim Schweizer Franken lässt sich im Vergleich zu 2023 eine Pendelbewegung beobachten, er reagiert jedoch nach wie vor sehr empfindlich auf die Geldpolitik der SNB (Zinssätze und Liquidität).
- Ungeachtet der soliden Verfassung der Schweiz könnte sich das Muster einer systematischen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro durchaus verändern. Bleiben wir in Bezug auf eine Aufwertung des Frankens, die nicht vorprogrammiert ist, also wachsam.



Prognosen

WIRTSCHAFT		AKTUELL		PROGNOSEN	
		2023	JÜNGSTE DATEN* ANNUALISIERTER WERT	2024	2025
BIP %	SCHWEIZ	0.7	1.8	1.4	2.0
	EUROZONE	0.6	1.2	0.9	1.9
	VEREINIGTE STAATEN	2.5	1.4	2.5	2.8
	DYNAMISCHE ACHSTUMSREGIONEN	4.0	N/A	4.2	4.2
INFLATION %	SCHWEIZ	2.1	1.4	1.4	1.6
	EUROZONE	5.4	2.4	2.7	2.7
	VEREINIGTE STAATEN	4.1	3.4	3.4	3.1
	DYNAMISCHE ACHSTUMSREGIONEN	9.8	N/A	8.3	6.2

MÄRKTE		31.12.2023		31.06.2024		3 MONATE	12 MONATE
		WERT	2023 %*	WERT	YTD %*		
LEITZINS %	SCHWEIZ	1.75	0.75	1.25	-0.50	1.00	1.00
	EUROZONE	4.50	2.00	4.25	-0.25	4.00	3.00
	VEREINIGTE STAATEN	5.50	1.00	5.50	0.00	5.25	4.50
ZINSSATZ 10 JAHRE %	SCHWEIZ	0.7	-0.9	0.6	-0.1	0.8	1.2
	EUROZONE	2.0	-0.4	2.5	0.5	2.5	2.5
	VEREINIGTE STAATEN	3.9	0.1	4.4	0.5	4.4	4.5
WECHSELKURSE	USD/CHF	0.84	-8.8	0.90	6.8	0.90	0.89
	EUR/CHF	0.93	-5.6	0.96	3.6	0.97	1.00
	EUR/USD	1.11	3.8	1.07	-3.1	1.08	1.12
AKTIENINDIZES	SMI	11138	2.6	11994	7.7	11350	12700
	STOXX 600	479	11.3	511	6.8	490	535
	S&P 500	4770	23.9	5460	14.5	5000	5700
	MSCI EM	1024	6.9	1086	6.1	1000	1150
ROHSTOFFE	ERDÖL	78	-5.7	86	11.2	95	105
	GOLD	2065	14.0	2326	12.6	2350	2450

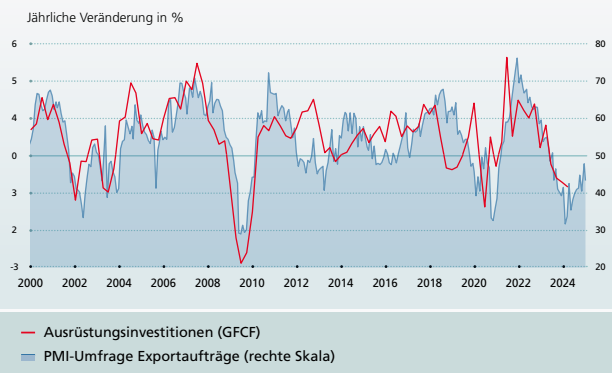
* Bei Zinssätzen werden die Werte als Differenz über den Zeitraum ausgedrückt.



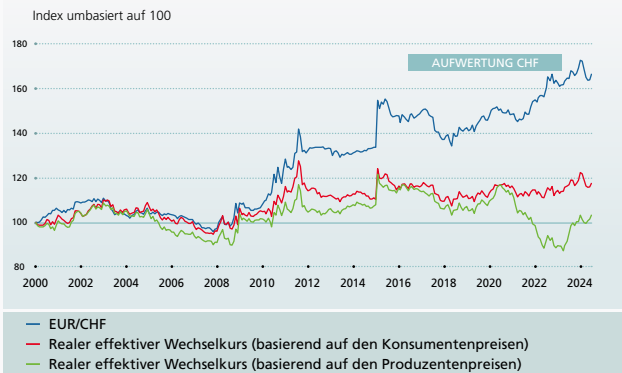
Schweiz

Makroökonomische Entwicklung

SCHWEIZ: ROLLE DER EXPORTE BEI DEN INVESTITIONEN



SCHWEIZ: WERT DES SCHWEIZER FRANKEN



Die Rolle der bilateralen Abkommen

Zu Beginn dieses Jahres entsprach das Schweizer Wirtschaftswachstum dem langjährigen Quartalsdurchschnitt, obwohl die Nettoexporte, der traditionelle Motor der Wirtschaft, zurückgingen. Die Binnennachfrage wird vom Privatkonsum gestützt. Die Haushalte erweisen sich dank solider Lohneinkommen und steigender Sparzinsen als widerstandsfähig. Ausserdem können die Lagerbestände der Unternehmen nach den 2023 erfolgten Anpassungen wieder aufgefüllt werden, um dem seit letztem Sommer wieder steigenden Auftragsbestand gerecht zu werden, besonders im Pharmasektor. Eine Normalisierung des Wachstums zeichnet sich immer deutlicher ab.

Die Geschäftsaussichten der Unternehmen hellen sich allmählich auf und auch die Visibilität verbessert sich, so dass die Unternehmen wieder mehr Geld für Investitionen ausgeben. Letztere steigen seit Anfang Jahr denn auch wieder an. Die Baubranche hingegen leidet nach der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen nach wie vor unter der rückläufigen Hypothekervergabe. Der Aufschwung beim Welthandel und die Wiederaufnahme der bilateralen Verhandlungen mit der EU sind entscheidend für das künftige Wirtschaftswachstum. Angesichts des weltweiten Strukturwandels aufgrund der demografischen, technologischen und energetischen Entwicklung wäre es für die auf den Chemie- und Pharmabereich spezialisierte Industrie gefährlich, sich von ihrem grössten Absatzmarkt abzuwenden. Die Chemie- und Pharmaindustrie macht über 30 % der Schweizer Exporte aus. Sie ist auf den bilateralen Handel, aber auch den akademischen Austausch und Forschung und Entwicklung angewiesen, die durch die seit 2004 auslaufenden bilateralen Abkommen und das Fehlen einer befriedigenden Alternative bereits stark beeinträchtigt werden. Die EU ist für die Schweiz eine unverzichtbare Partnerin, sowohl in Bezug auf den Handel als auch den Austausch von Arbeitskräften und den Zugang zu gemeinsamen Forschungsprogrammen (Horizon, Iter, Quantenphysik).

Eine Wiederaufnahme der Gespräche ist für das künftige Wirtschaftswachstum in der Schweiz daher von entscheidender Bedeutung, da der Produktivitätsvorteil der Schweiz von Forschung und Entwicklung und der Optimierung ihres Industriemodells abhängt.

Was die **Preisinflation** betrifft, so sind die Währungsbehörden durchaus zufrieden, liegt sie doch seit mehreren Monaten innerhalb des angestrebten Zielbands von 1 bis 2 %. Dank der Aufwertung des Franken vor dem Hintergrund der Wahlen in Europa beschloss die SNB ihren Leitzins im Juni ein weiteres Mal auf derzeit 1,25 % zu senken, wodurch sich die Gelegenheit für Gewinnmitnahmen bei ausländischen Vermögenswerten bot, was den Franken gegenüber dem Dollar und dem Euro vorübergehend an Wert gewinnen liess. Dabei sollten wir aber nicht vergessen, dass die sinkenden Importpreise auch von den Abkommen mit der EU abhängen und Zölle oder Strompreise die Inflation und die entsprechenden Ziele der SNB beeinträchtigen können.

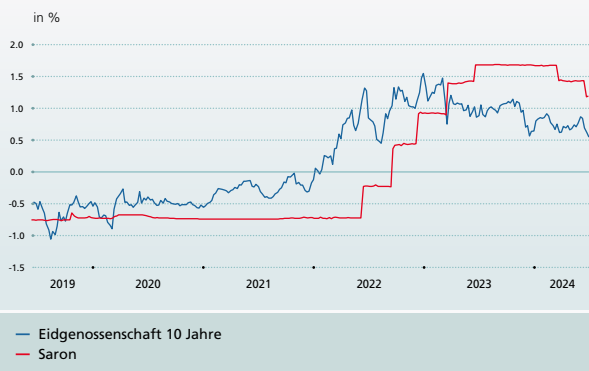
MAKROÖKONOMISCHE DATEN: SCHWEIZ		2024	2025
BIP %		1.4	2.0
INFLATION %		1.4	1.6
ARBEITSLOSENQUOTE %		3.1	3.0
LEITZINS %		1.00	1.00
ZINSSATZ 10 JAHRE %		1.20	1.30
USD/CHF		0.89	0.86
EUR/CHF		1.00	0.96
SMI	INDEX	12000	13500
	EPS	10 %	19 %
	PER	17.3	18.1



Schweiz

Zinsen und Wechselkurse

SCHWEIZ: ZINSSÄTZE



Kurzfristige Zinsen: die SNB am Werk

Im Juni beschloss die SNB eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 1,25 %. Der Saron passte sich entsprechend an und schloss das Halbjahr bei 1,21 %. Aufgrund weiterer erwarteter Leitzinssenkungen lag der Zinssatz für zweijährige Bundesanleihen zum Quartalsende bei 0,82 %. Trotz der Suche der SNB nach einem Gleichgewichtszinssatz von mehr als 1 % scheinen die Märkte eher die Rückkehr zu einem Leitzins von 1 % oder weniger zu erwägen. Dies entspricht auch unserem Ziel.

Langfristige Zinsen: am Tiefpunkt

Im zweiten Quartal bewegte sich die Rendite von mittel- bis langfristigen Bundesanleihen innerhalb einer Bandbreite von 30 bis 40 Basispunkten und liegt nach der erneuten Zinssenkung durch die SNB Ende Juni wieder auf den Tiefstwerten von letztem Dezember. Der während des letzten Halbjahres beobachtete Rückgang der risikolosen Zinssätze für Schweizer Staatsanleihen wirkte sich auch auf die Swapsätze aus. Diese Normalisierung führte allerdings nicht zu einer Verschlechterung der Risikoprämien für Unternehmensanleihen. So lagen die Risikoprämien für Investment-Grade-Anleihen nach wie vor in der Nähe der Tiefstände, bei einer Differenz von 80 Basispunkten zwischen AAA- und BBB-Anleihen. Zweifellos dürfte die Leitzinssenkung dieses Mal nicht zu einem Rückgang der Geschäftstätigkeit und damit des Kreditrisikos führen.

Der Zinsrückgang ist weniger eine Reaktion auf die wirtschaftliche, geldpolitische oder die Inflationsentwicklung, sondern vielmehr Ausdruck der Anlagepräferenzen vor allem grosser institutioneller Anleger, die ihre Portfolios wieder mit Anleihen aufstocken, nachdem sie zuvor von attraktiven Renditen am kurzfristigen Geldmarkt profitiert hatten.

Franken: vorgegebene Entwicklung?

Die weitere Abwertung des Franken zu Beginn des zweiten

SCHWEIZ: WECHSELKURSE



Quartals machte Ende Mai schliesslich einem raschen Kursanstieg Platz, der bis zum Vorabend der Zinssenkung durch die SNB, d. h. bis zum 19. Juni, anhielt. Im Vergleich zum Jahresanfang büsste der Franken gegenüber dem Dollar bis Ende Juni 7 % und gegenüber dem Euro 3,7 % an Wert ein.

Obwohl der Franken seit den volatilsten Zeiten 2022 gegenüber dem Euro um rund 4 % aufgewertet hat, ist er gegenüber allen Partnerwährungen und um das Preisgefälle bereinigt seit fast einem Jahr bemerkenswert stabil geblieben oder bewegt sich innerhalb einer engen Schwankungsbreite. Die jüngsten Wahlen in Europa tragen dazu bei, dass der Franken stark bleibt. Ein eindeutiger Trend lässt sich allerdings nicht erkennen. Im Juni wurde ein Vierteljahrhundert Zugang zum europäischen Binnenmarkt gefeiert. Dies führt uns einmal mehr die Bedeutung und auch die gegenseitigen Abhängigkeiten der schweizerischen und europäischen Unternehmen vor Augen. Dies gilt insbesondere für die Pharma- und Chemiebranche, die in der Schweizer Industrie sowohl in Bezug auf den internationalen Handel als auch auf die Wertschöpfung eine dominante Rolle spielt.

Die wieder aufgenommenen bilateralen Verhandlungen können sich wirtschaftlich durchaus positiv auswirken. Nicht nur auf Forschungs- und Entwicklungsprogramme und neue Innovationen, sondern auch auf die Zusammenarbeit zwischen Universitäten und Hochschulen oder auf europäische Arbeitskräfte, die angesichts der hiesigen demografischen Entwicklung dringend benötigt werden, um die Schweizer Wirtschaft am Laufen zu halten.

Die Geldpolitik hält die Fäden in der Hand, um den Wechselkurs des Franken gegenüber den Partnerwährungen stabil zu halten. Die bestehenden strukturellen und wirtschaftlichen Fragen im Verhältnis zu Europa müssen geklärt werden, da der Franken nicht zwangsläufig ein sicherer Hafen bleiben wird.

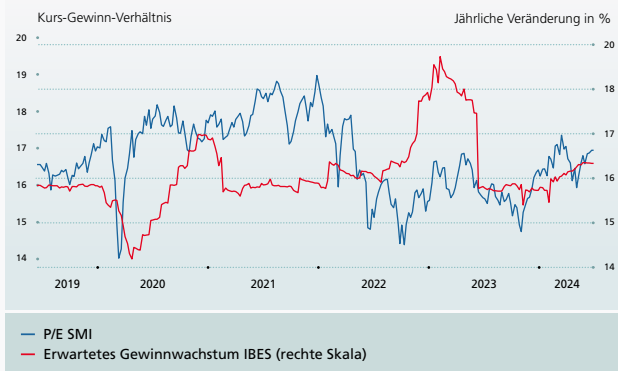


Schweiz Aktienmarkt

SCHWEIZ: BÖRSENINDIZES



SCHWEIZ: WICHTIGSTE BÖRSENINDIKATOREN



Erwartete Erholung im zweiten Halbjahr

Für Schweizer Unternehmen begann 2024 eher verhalten. Die Umsatzvolumen sind unter Druck geraten und sie können ihre Preise nicht länger so einfach erhöhen wie bisher. Für das zweite Quartal zeichnet sich jedoch eine Verbesserung der Lage ab. Die Auftragsbücher sind wieder gefüllt und die Lagerbestände haben sich wieder eingependelt, weshalb die Unternehmen dem zweiten Halbjahr optimistischer entgegensehen. Dies gilt insbesondere für die Halbleiterindustrie, die von hohen Investitionen in neue Produktionskapazitäten für Arbeitsspeicher profitieren dürfte.

Die Baubranche leidet nach wie vor unter der geringen Aktivität im Wohnungsbau. Die Infrastruktur und einige Nischenmärkte wie etwa Rechenzentren dienen jedoch als Stütze. Für die angeschlagene Automobilbranche ist auch für den Rest des Jahres keine Besserung in Sicht.

Die Bewertungen liegen derzeit über dem historischen Durchschnitt: um das 17,7-fache für den SMI und das 20,7-fache für Small und Mid Caps. Die Bewertungsprämie für kleine und mittlere Unternehmen liegt derzeit bei 17,1 % und damit unter dem historischen Durchschnitt von 21,3 %. Die Bewertungen scheinen derweil keine Stütze für die Aktienperformance mehr zu sein. Die Gewinne werden diese Aufgabe wohl übernehmen müssen.

Die Konsenserwartungen für das diesjährige Wachstum wurden von +10 % vor drei Monaten auf aktuell +12 % nach oben korrigiert. Dabei unterscheiden sich die Erwartungen je nach Sektor sehr stark. Wir halten den Konsens für Finanzwerte für ausgesprochen optimistisch und für Industrie- und Gesundheitswerte für übertrieben vorsichtig.

Da sich für das zweite Halbjahr eine Umsatzerholung abzeichnet, beabsichtigen wir, unsere Positionen bei Small und Mid Caps schrittweise auszubauen, da diese sensibler auf den Konjunkturzyklus und die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen reagieren.

DAS WESENTLICHE

- Die Widerstandsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft bestätigt sich und die Aussichten hellen sich dank der Exportunternehmen auf. Ist die laufende Normalisierung erst einmal abgeschlossen, wird das Wachstum dank gesteigerter Produktivität aufgrund der Investitionen in Innovation und Forschung auch 2025 anhalten.
- Die Inflation ist unter Kontrolle, wie die SNB mit ihrer zweiten Zinssenkung Ende Juni bestätigt hat. Ein Referenzzinssatz von 1 % ist damit in greifbare Nähe gerückt.
- Die Asset-Allokation sollte weiterhin auf die Wertschöpfung durch Qualitätsunternehmen und langfristige Themen ausgerichtet sein.
- Die Ertragsaussichten für 2024 und 2025 erholen sich dank produktiver Investitionen. Kleine und mittlere Unternehmen sind gut aufgestellt, um diesen Vorteil nutzen zu können.
- Mit Anleihen können langfristig wieder Erträge generiert und Mehrwert geschaffen werden.
- Der Franken bekommt zwar das Bilanzmanagement der SNB zu spüren, wird aber 2024/25 eine starke Währung bleiben.

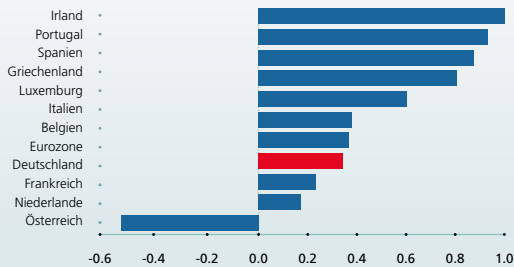


Eurozone

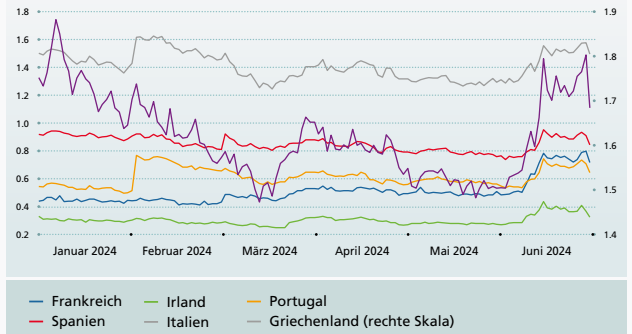
Makroökonomische Entwicklung

EUROZONE: ENTWICKLUNG DES BIP

Quartalsveränderung in %



RENDITE FÜR ZEHNJÄHRIGE ANLEIHEN: UNTERSCHIED ZU DEUTSCHLAND



Hinter den Kulissen

Das Wachstum in der Eurozone stieg im ersten Quartal 2024 im Jahresvergleich auf 1,2 % und könnte somit den Wendepunkt erreicht haben. Deutschland ist wieder auf dem Wachstumspfad und die südlichen Länder wachsen schnell. Spitzenreiter ist jedoch Irland, das dank einer ungebrochenen Dynamik im Digital- und Pharmabereich eine fast schon unverschämte Wirtschaftsleistung vorweisen kann.

Die jüngsten Exportzahlen zeigen nach oben und könnten die produktiven Investitionen in Europa ankurbeln, da sie den Unternehmen neue Perspektiven eröffnen. Die Investitionen werden auch dringend benötigt, um den Rückstand gegenüber den USA aufzuholen. Der Wettlauf um Investitionen in Forschung und Entwicklung ist für sämtliche Regionen von grosser Bedeutung. Erst recht aber für Europa, das stark vom Welthandel abhängt, welcher wiederum von der Informations- und Kommunikationstechnologie (ICT), der Pharmaindustrie und der Automobilbranche dominiert wird, den wichtigsten Sektoren, wenn es um die Förderung angewandter Forschung geht. Europa steht vor allem wegen des Automobilsektors und darin führender deutscher Unternehmen auf der Rangliste, während die USA in den Sektoren ICT und Pharma mittlerweile über einen beträchtlichen Vorsprung verfügen. Diese strategischen Entscheidungen haben den Anteil Europas an der weltweiten Wertschöpfung weiter verringert, was insbesondere den USA zugute kommt. Dabei hängt das Wachstumspotenzial wesentlich von Innovationen und produktiven Investitionen ab. Es könnte also auch künftig beeinträchtigt werden und der Abstand könnte sich noch weiter vergrössern. Die deutsche Automobilindustrie hat den Kampf gegen Tesla und BYD, die beim Verkauf von Elektroautos führend sind, bisher allerdings noch nicht endgültig verloren, da Volkswagen bei den Investitionen in Forschung und Entwicklung die Nase vorn hat.

Nach der Normalisierung der Lagerbestände in diesem Jahr wird sich das Wachstum 2025 auf die Wertschöpfung der Industrieunterneh-

men stützen, während der Privatkonsum dank Lohnerhöhungen und steigender Verzinsung der hohen Ersparnisse moderat steigen dürfte.

EZB: beginnende Lockerung

Mit 2,55 % nähert sich die Inflation allmählich ihrem Zielwert. Die EZB hielt den Zeitpunkt für eine geldpolitische Lockerung für gekommen und senkte ihren Leitzins um 25 Basispunkte, auch um bei der Lohnentwicklung für eine gewisse Entspannung zu sorgen. Das heisst nicht, dass sie die Lage nicht weiter aufmerksam verfolgen wird. Der Frage, wie die Finanzierungsbedingungen für KMU am besten angepasst werden können, kommt in einem Umfeld, in dem konjunkturelle und strukturelle Herausforderungen nach einer gemeinsamen Lösung für Investitionen und Innovationen verlangen, grösste Bedeutung zu.

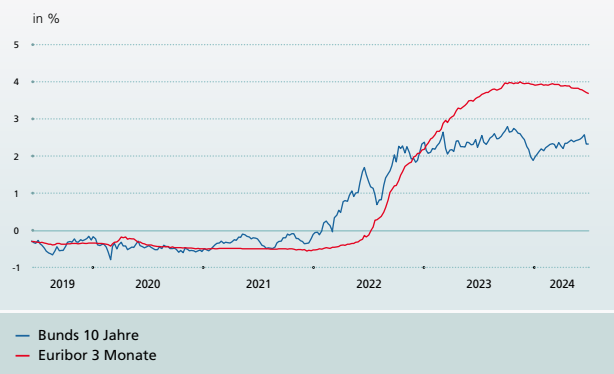
MAKROÖKONOMISCHE DATEN: EUROZONE		2024	2025
BIP %		0.9	1.9
INFLATION %		2.7	2.7
ARBEITSLOSENQUOTE %		6.5	6.2
LEITZINS %		3.00	2.75
ZINSSATZ 10 JAHRE %		2.50	2.80
EUR/USD		1.08	1.12
STOXX 600	INDEX	515	570
	EPS	6 %	13 %
	PER	13.5	14.0



Eurozone

Zinsen und Wechselkurse

EUROZONE: ZINSSÄTZE



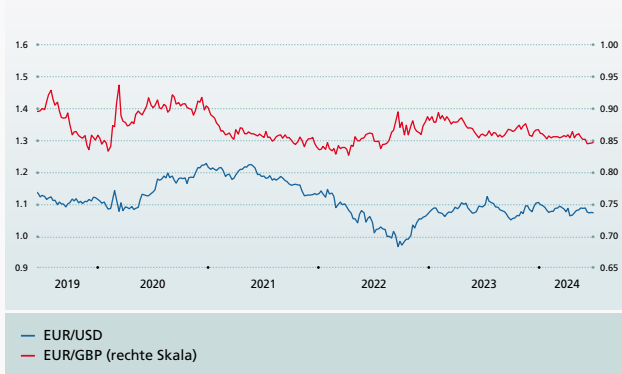
Kurzfristige Zinsen: keine Überraschungen

Die kurzfristigen Zinsen bewegten sich im zweiten Quartal kaum. In Erwartung einer Zinssenkung durch die EZB, von der die Märkte bereits ausgegangen waren, schwankten sie für zweijährige Laufzeiten um die 3 %. Die geldpolitische Lockerung dürfte sich fortsetzen und die Referenzzinssätze letztlich eher bei rund 3 % zu liegen kommen, während sich das Zinsband derzeit noch im Bereich von 4 % bewegt (Refinanzierungs- und Einlagensatz der EZB). Bei der Festlegung des Gleichgewichtszinsses (Zinssatz ohne Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit oder die Inflation) analysiert die EZB vorab die Übertragung ihrer Geldpolitik. Die Effizienz der Übertragungskanäle hat jedoch insbesondere aufgrund des Schuldenabbaus von Unternehmen und Privatpersonen, der angespannten Lage am Arbeitsmarkt und der niedrigen Zinsen in den letzten zehn Jahren nachgelassen. Alle diese Indikatoren könnten die EZB dazu veranlassen, ihre Einschätzung des Gleichgewichtszinssatzes anzuheben.

Langfristige Zinsen: Einfluss der Wahlen

Die von der EZB eingeleitete und von den Anleihenmärkten allgemein erwartete Zinssenkung hatte kaum Auswirkungen auf die mittel- und langfristigen Zinsen. Bei den fünf-, zehn- wie auch bei den dreissigjährigen Laufzeiten für deutsche Staatsanleihen betragen die Quartalschwankungen nicht mehr als etwa 20 Basispunkte. Volatiler zeigten sich hingegen die Anleihen der am höchsten verschuldeten Länder. Die Europawahlen vom 9. Juni haben die Sitzgewinne rechtsextremer Parteien im Europäischen Parlament (fast 30 % der Stimmen) bestätigt und zu Spannungen geführt, aber nicht nur in Frankreich, wo Präsident Macron die Nationalversammlung auflöste. So stiegen die Risikoprämien für die meisten hoch verschuldeten Länder der Eurozone um rund 20 bis 25 Basispunkte. In Wahlkampfzeiten bringt der Wechselkurs einer Währung in der Regel den Grad der Besorgnis zum Ausdruck. Auf diese Weise überträgt sich das Risiko im Falle einer gemeinsamen Währung auf die Kosten für die regionalen Schulden. Die zum Ende des Quartals eingetretene Beruhigung bestätigt die angestrebten Ziele für zehnjährige Laufzeiten, die sich während unseres Anlagehorizonts im aktuellen Bereich be-

EUROZONE: WECHSELKURSE



wegen dürften.

Euro: von den Wahlergebnissen unbeeindruckt

Gegenüber dem Dollar, seiner wichtigsten Referenzwährung, hat sich der Euro im zweiten Quartal kaum bewegt. Die Nachrichten zu den Wahlen sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks hatten keinen grossen Einfluss. Seit Anfang Jahr hat der Euro gegenüber dem Dollar 1,5 % an Wert eingebüsst und gegenüber den skandinavischen Währungen an Wert zugelegt. Er erweist sich sämtlichen Partnerwährungen gegenüber als stabil und verfügt über keine vergleichbaren Vorteile. Insgesamt hat die Gemeinschaftswährung die wahlbedingten Turbulenzen bemerkenswert gut überstanden.

Die Wirtschafts- und Finanzströme erweisen sich für die Eurozone angesichts der Tatsache, dass sie (dank gesunkener Gaspreise) wieder einen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen kann sowie aufgrund einträglicher Zinsen und einer durch die Wahlergebnisse kaum gestörten europäischen Integration wieder als recht günstig. Die Bewegungen des Euro sind daher in erster Linie durch die Preisdifferenzen zu den Handelspartnern bedingt. Mehr als den schwachen Euro gilt es vielmehr den seit 2015 starken Dollar zu hinterfragen, während die Abwertung des Euro gegenüber dem Schweizer Franken lediglich einer Anpassung an das Preisgefälle zwischen der Eurozone und der Schweiz (Konsumentenpreise) entspricht.

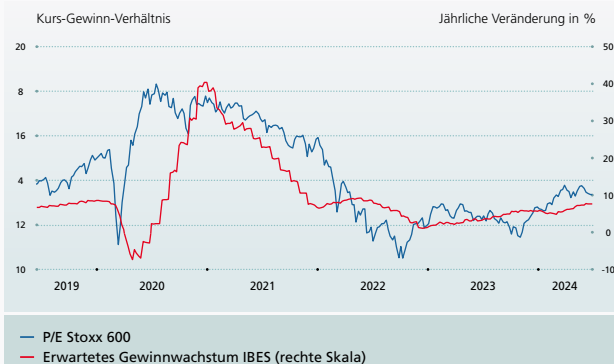


Eurozone Aktienmarkt

EUROZONE: AKTIENINDIZES



EUROZONE: WICHTIGSTE BÖRSENINDIKATOREN



Im Standby-Modus

Das zweite Quartal erwies sich an den europäischen Märkten als ziemlich schwunglos. Insgesamt waren die Ergebnisse der europäischen Unternehmen im ersten Quartal 2024 eher mittelmässig. 37 % der Unternehmen überraschten bei den Erträgen, 59 % bei den Gewinnen. Einige Firmen mit Bezug zu Automobilzulieferern gaben Gewinnwarnungen heraus. Die überschüssigen Lagerbestände in diesem Sektor dürften bis zur zweiten Jahreshälfte abgebaut sein. Auf regionaler Ebene haben sich einige Unternehmen für einen «Wait and see»-Ansatz entschieden, vor allem in den USA, während China extrem schwächelt. Europa könnte indes den Wendepunkt erreicht haben.

Fokus auf Opportunitäten

Der Halbleitersektor dürfte dank Erholung bei der Speicherproduktion und der Auslastung in der zweiten Jahreshälfte den Wendepunkt erreichen.

Für 2025 und darüber hinaus bleiben Hyperscaler, intelligente Netze und 2-nm-Knoten starke Treiber. Nach einer langen Phase des Bestandsabbaus deuten die Auftragsbücher im Bereich Life Sciences ebenfalls auf eine Erholung hin.

Hochgesteckte Erwartungen beim Konsum

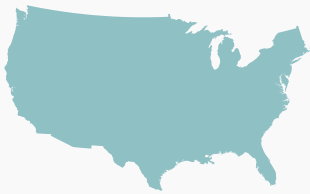
Die zunächst auf 4 % gesenkten Konsenserwartungen gehen nun für 2024 von 5 % aus, wozu vor allem der Finanz-, der Gesundheits- und der Baustoffsektor beitragen. Die Erwartungen von 10 % für 2025 erscheinen ehrgeizig, insbesondere in Bezug auf Nicht-Basiskonsumgüter und langlebige Güter.

Zaghafter Aufschwung bei den Small Caps

Im Gegensatz zum ersten Quartal 2024 zogen die Bewertungen kleinerer Unternehmen im zweiten Quartal wieder an, während die Bewertungen grosser Unternehmen zurückgingen.

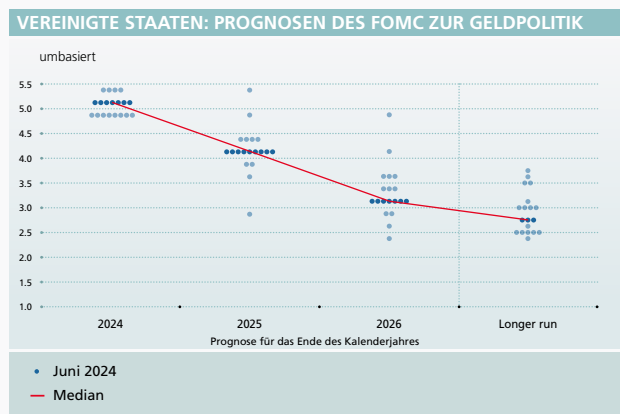
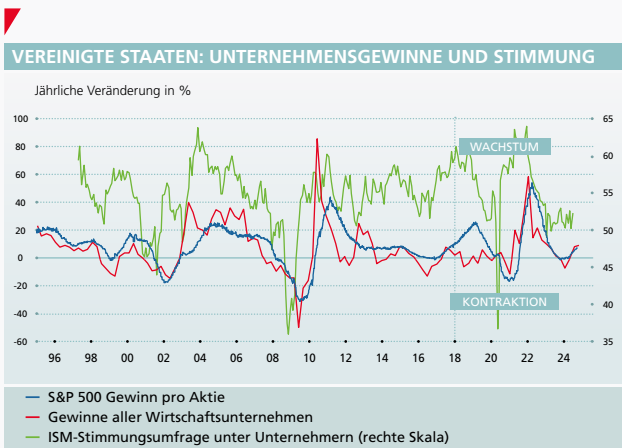
DAS WESENTLICHE

- 2024/25 wird sich das Wachstum voraussichtlich wieder erholen. Aufgrund der Investitionen und der damit verbundenen Produktivitätssteigerungen dürfte es zunehmend an Fahrt aufnehmen. Der robuste Arbeitsmarkt und der Strukturwandel werden die Wirtschaft ebenfalls ankurbeln, erst recht dank der gelockerten Finanzierungsbedingungen.
- Die stabile Konsumentenpreis-inflation von rund 2,5 % erlaubt die Einleitung einer geldpolitischen Lockerungsrunde. Auf der Suche nach einem für die Wirtschaft neutralen Zinssatz werden die Zinsen 2025 weiter sinken.
- Die Zinsnormalisierung spricht für ein Comeback von Anleihen in den Portfolios. Bis sich das Wachstum bestätigt, sollte das Durations- und Kreditrisiko durch Qualitätsanleihen begrenzt werden.
- Die moderate Allokation zugunsten der Wertschöpfung durch innovative Qualitätsunternehmen wird beibehalten. Die Ausbreitung von Innovationen auf andere Sektoren wird 2024 und 2025 eine breitere Diversifikation ermöglichen.
- Der Euro bewegt sich innerhalb eines bestimmten Zielbands, wobei die Schwankungen auf das Preisgefälle zurückzuführen sind. Der Euro verfügt nicht über genügend Vorzüge für eine Aufwertung, die aufgrund des Aussenhandelsüberschusses durchaus gerechtfertigt wäre.



Vereinigte Staaten

Makroökonomische Entwicklung



Abkühlung

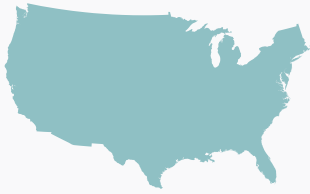
Hinter der konjunkturellen Verlangsamung im ersten Quartal 2024 verbergen sich verschiedene inländische Trends. Der Konsum ging insgesamt zurück, vor allem wegen Einschränkungen bei den dauerhaften Ausgaben für Wohnen und Transport (Autos), wobei die anderen Konsumausgaben konstant blieben. Die Unternehmen investieren weiter, vor allem in Technologie und Software, bei einer jährlichen Wachstumsrate von fast 10 %. Allerdings deuten die kurzfristigen Indikatoren auf eine gewisse Abkühlung im Sommer hin – sofern man den Umfragen glauben darf, die auf eine Stabilisierung nach der jüngsten dynamischen Entwicklung hindeuten.

Angesichts der Normalisierung der Lagerbestände und der positiven Dynamik aufgrund der Investitionen in Innovation und Technologie dürfte das Wachstum 2024 letztlich von sämtlichen Sektoren und auch von den kleineren Unternehmen getragen werden. Eine Analyse der US-Investitionen in Forschung und Entwicklung für das Jahr 2022 ergibt, dass die Unternehmen aus dem Informations- und Telekommunikationsbereich (ICT) und aus der Pharmaindustrie die Rangliste anführen. Innerhalb von zehn Jahren haben sich die Investitionen in diesen strategischen Sektoren mehr als verdoppelt. Alphabet, Meta, Microsoft und Apple stehen ganz oben, aber auch der Pharmariese Pfizer trägt seinen Teil dazu bei. Trotz dieser geballten Kraft der Unternehmen sowohl auf wirtschaftlicher Ebene als auch an der Börse darf darüber der Beitrag der kleineren Unternehmen nicht vergessen werden. Die Integration der von diesen Giganten entwickelten und produzierten Innovationen sollte schliesslich eine Steigerung des Wachstumspotenzials bewirken, wodurch die Geschäftsdynamik unseres Erachtens bereits 2025 angekurbelt werden könnte. Und ein bisschen Hilfe durch die Währungsbehörden in Form einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen und niedrigeren Zinsen würden diese Unternehmen, die stärker auf Bankkredite angewiesen sind, durchaus begrüßen.

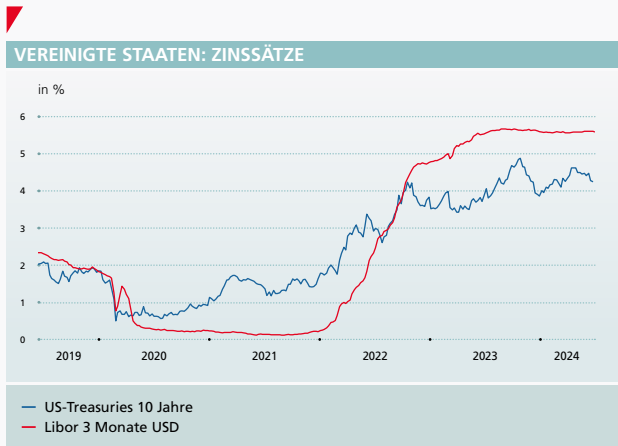
Inflation: wieder bei 3 %

Vor einem Jahr war die Inflation in den USA bis auf 3 % gesunken und schwankt seither um diesen Wert. Sämtliche Dienstleistungspreise steigen im selben Tempo, wobei die preistreibenden Faktoren allmählich nachlassen. Die US-Notenbank Fed, die sich bislang mit einer Lockerung der Leitzinsen zurückgehalten hat, dürfte sich langsam sicherer fühlen. Das Wirtschaftssymposium in Jackson Hole Ende August sollte Aufschluss über die anstehenden geldpolitischen Entscheide geben. Dabei wird erwartet, dass sich der Leitzins bis Ende 2025 in Richtung 4-Prozent-Marke bewegen wird. Dieser Wert wird als Gleichgewichtszins angesehen, wodurch die Finanzierungskosten wieder unter das Rentabilitätsniveau von Vorhaben kleinerer Unternehmen (KMU) sinken würden.

MAKROÖKONOMISCHE DATEN: VEREINIGTE STAATEN	2024	2025	
BIP %	2.5	2.8	
INFLATION %	3.4	3.1	
ARBEITSLOSENQUOTE %	4.1	4.0	
LEITZINS %	4.50	4.25	
ZINSSATZ 10 JAHRE %	4.50	5.00	
EUR/USD	1.08	1.12	
S&P 500	INDEX	5400	6200
	EPS	10 %	20 %
	PER	21.6	22.9



Vereinigte Staaten Zinsen und Wechselkurse



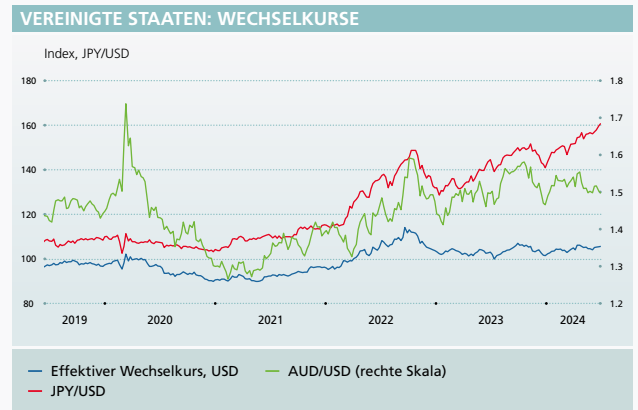
Kurzfristige Zinsen: gemässigte Erwartungen

Abgesehen von den Dreimonatssätzen für US-Staatsanleihen, die im zweiten Quartal unverändert blieben, schwankten die übrigen Zinssätze für kurze und lange Laufzeiten zwischen 40 und 50 Basispunkten. Nachdem die Anlegerinnen und Anleger monatelang enttäuscht wurden, hofften die Anleihenmärkte auf ein Zeichen einer ersten Zinssenkung durch die amerikanische Notenbank. Ist der erste Schritt erst einmal getan, dürften sich die kurzen Laufzeiten in Richtung des Gleichgewichtszinses bewegen, der für 2025 auf rund 4 % geschätzt wird (bei einer erwarteten Inflation von weiterhin rund 3 %).

Langfristige Zinsen: vergleichbare Bewegungen

Bei den langen Laufzeiten kam es zu keinen grossen Bewegungen, da die Inflationserwartungen nach wie vor fest verankert sind. Die von einigen asiatischen Zentralbanken seit mehreren Monaten vorgenommene Diversifikation ihrer Währungsreserven und die Frage der Verschuldung der USA (auch im Zusammenhang mit den Wahlen) haben die Kontroverse über die grosse Menge amerikanischer Schuldtitel auf dem Sekundärmarkt neu entfacht. Allerdings lässt sich daraus noch kein Trend ableiten. Die – nach wie vor invertierte – Zinskurve (Renditedifferenz zwischen zwei- und zehnjährigen Laufzeiten) blieb unverändert, was unter den kleineren Unternehmen, die produktive Investitionen für die Zukunft tätigen wollen, für Unsicherheit sorgt. Die Normalisierung der Kurve wird über einen Rückgang der kurzfristigen Zinsen erfolgen.

Die Risikoprämien für Unternehmensanleihen guter Bonität verharrten weiter auf Tiefstwerten. Bei den High-Yield-Anleihen betrug die Schwankungsbreite etwa 20 Basispunkte, was auf ein nach wie vor solides wirtschaftliches Umfeld hindeutet.

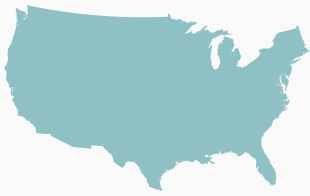


Dollar: Normalisierung

Das Auf und Ab des Dollarkurses im zweiten Quartal verdeutlicht erneut, dass die – zunächst wirtschaftliche – Normalisierung in diesem Jahr nach und nach sämtliche Finanzanlagen erfasst. Der Wert des Dollar entspricht wieder den Höchstständen von 2022 und stabilisiert sich gegenüber seinen Handelspartnern (um die Inflationsdifferenzen zwischen den verschiedenen Regionen bereinigt). Seit Beginn des Jahres hat der Dollar gegenüber dem Euro um 1,5 % aufgewertet. Gegenüber dem Schweizer Franken hat er, aufgrund der Abwertung des Franken, um 6,5 % an Wert gewonnen.

Da sich die Inflationsdifferenzen zwischen den wichtigsten Volkswirtschaften wieder in einer normalen Bandbreite von 1 bis 2 % bewegen, kommt es zu keinen grösseren Kursbewegungen, wodurch der Dollar-Index stabilisiert wird.

Abgesehen von diesen von den Erwartungen der Anlegerinnen und Anleger getriebenen Bewegungen bleibt das amerikanische Zwillingsdefizit (Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit) enorm und der starke Dollar ein Handicap. Eine Abwertung des Dollar kann nur durch Kapitalzuflüsse zur Kompensation vermieden werden. Damit der Dollar auch in Zukunft stark bleibt, müssen US-Anlagen finanziell attraktiv bleiben. Die bevorstehende Zinssenkung und die Konzentration von Aktienanlagen könnten sich dabei jedoch als hinderlich erweisen. Die Rückkehr der grundsätzlichen Zyklichkeit des Dollars dürfte eine Abwertung der amerikanischen Währung auf 1.12 EUR/USD bewirken, ohne jedoch einen neuen Trend zu setzen. Aufgrund der Dominanz des US-Dollar im internationalen Handels- und Finanzverkehr, selbst wenn diese immer wieder in Frage gestellt wird, wird der Wert des Dollar auch weiterhin über seinem Fundamentalwert liegen.

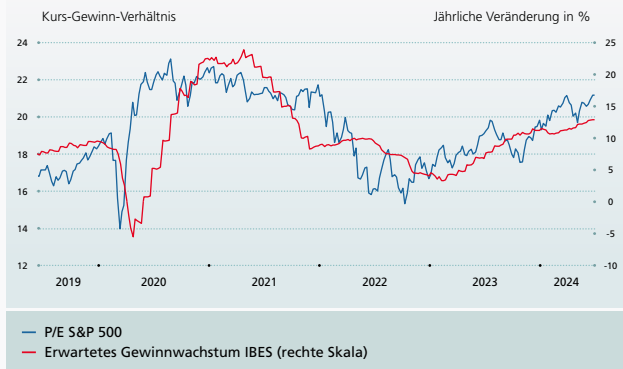


Vereinigte Staaten Aktienmarkt

VEREINIGTE STAATEN: AKTIENINDIZES



VEREINIGTE STAATEN: WICHTIGSTE BÖRSENINDIKATOREN



Alles auf eine Karte bei der KI

Der US-Markt verzeichnet historische Höchststände. Beflügelt wird er dabei nach wie vor von einer Handvoll Technologiewerten mit Bezug zur Künstlichen Intelligenz (KI). Im Quartalsverlauf konnte der US-Markt ein Plus von 4,05 % verzeichnen. Nvidia, das die Entwicklung neuer KI-Modelle vorantreibt, trägt allein 44,6 % zu dieser Performance bei.

Von der Euphorie zur Reife

Die Geschichte der Finanzmärkte hat gezeigt, dass der Optimismus, den Anlegerinnen und Anleger Innovationen gegenüber an den Tag legen, zwar oftmals berechtigt ist, es ihnen aber bisweilen am richtigen Mass fehlt. Die Dotcom-Blase der 2000er Jahre ist ein gutes Beispiel dafür. Glücklicherweise dürfte die Monetarisierung der KI schneller erfolgen, doch die Frage nach den Gewinnern stellt sich weiter, bis der gesamte Markt davon profitiert. Eine sorgfältige Titelauswahl ermöglicht es, sich dem

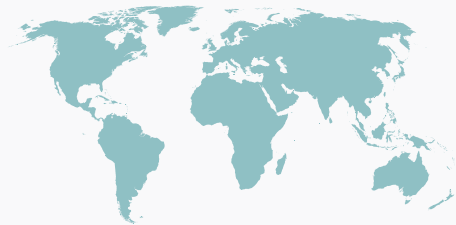
Herdentrieb zu entziehen, um das Portfolio richtig zu positionieren und ungewollte Schwankungen zu vermeiden.

Vorzüge eines aktiven Managements

Bei Fonds, die lediglich Indizes nachbilden, besteht unter diesen besonderen Bedingungen das Risiko, dass sie sich zu stark auf einige wenige Titel konzentrieren. Zu den Gewinnern der Reifephase der KI werden jene Unternehmen zählen, die entsprechende Anwendungsmöglichkeiten integrieren und dadurch ihre Produktivität steigern können (Finanz-, Konsumgüter- und verarbeitende Industrie) oder jene, die dadurch ihre Produkte oder Dienstleistungen verbessern können (Pharma- und Medtech-Industrie). Die aktuellen Bedingungen bieten die Möglichkeit, das Portfolio zu diversifizieren und gleichzeitig das Klumpenrisiko zu verringern. Zumal für 2025 ein einheitlicheres Gewinnwachstum in allen Sektoren (14,5 %) und bei einem gleichgewichteten Index (15,9 %) erwartet wird. Dabei besteht durchaus Wertsteigerungspotenzial.

DAS WESENTLICHE

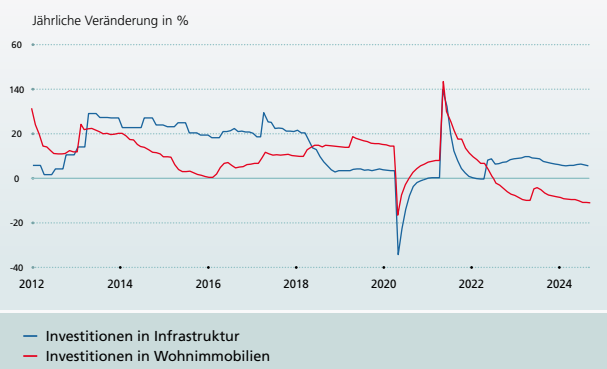
- Die momentane Abkühlung deutet nicht auf einen Einbruch hin. Vielmehr handelt es sich um ein «Luftholen» der Unternehmen nach der Normalisierung ihrer Lagerbestände. 2025 dürften die gelockerten Finanzierungsbedingungen und die Produktivitätssteigerungen aufgrund zuvor getätigter Investitionen dem Wachstum auf breiter Front zugute kommen.
- Die hartnäckig bei 3 % verharrende Inflation wird die Verankerung der Inflationserwartungen nicht behindern. Die US-Notenbank Fed kann daher mit der Lockerung der Zinssätze beginnen und sich dem Gleichgewichtszins von etwa 4 % nähern.
- Vor diesem «unfallfreien» Hintergrund bieten Anleihen wieder Kapitalschutz und normale Renditen. Sie stellen für das Portfolio eine längerfristige Wertanlage dar.
- Die Gewinnaussichten für 2024/25 bleiben attraktiv und der Vorsprung des US-Marktes aufgrund der verstärkten Investitionen in Forschung und Entwicklung in den vergangenen zehn Jahren tritt nun deutlich zutage. Die infolge des Strukturwandels entstehenden neuen Technologien werden auch Auswirkungen auf andere Sektoren haben. Sie werden neue Möglichkeiten eröffnen und eine breitere Diversifikation ermöglichen, was auch auf längere Frist für einen Aufwärtstrend an den Aktienmärkten sorgen wird, wenn auch in etwas abgeschwächter Form.
- Beim Dollar dürfte es aufgrund der Fundamentaldaten und des finanziellen Umfelds zu leichten Schwankungen kommen, aber er wird im Welthandel und bei internationalen Finanztransaktionen auch weiterhin dominant bleiben.



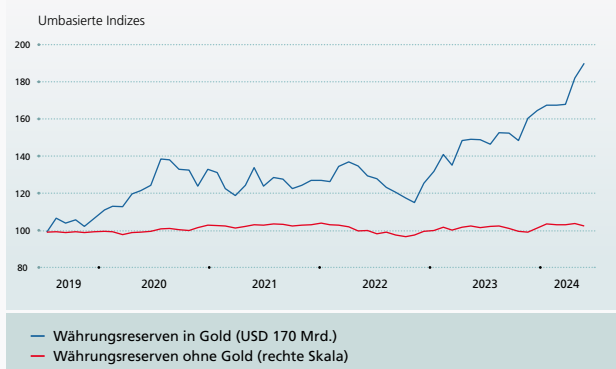
Dynamische Wachstumsregionen

Makroökonomische Entwicklung

CHINA: INVESTITIONEN IN WOHNIMMOBILIEN UND INFRASTRUKTUR



USD/CNY UND WÄHRUNGSRESERVEN (OHNE GOLD)



Gegenwind

Die Entwicklung der wirtschaftlichen Lage in China, an dem kein Weg vorbeiführt, wird nach wie vor aufmerksam verfolgt. Die jüngst gestiegenen Detailhandelsumsätze und die Investitionen der verarbeitenden Industrie in neue Anlagen sind jedoch ermutigend. Die Exporte zogen dank des globalen Technologiezyklus und der soliden Auslandsnachfrage kräftig an. Das Immobiliengeschäft war hingegen weiter stark rückläufig und drückte auf die Haus- und Wohnungspreise. Die staatlichen Beiträge im Infrastrukturbereich und an die wegen der Immobilienkrise schwächelnden lokalen Finanzen sind nach wie vor Chinas Achillesferse mit all den damit verbundenen Auswirkungen auf die privaten Akteure.

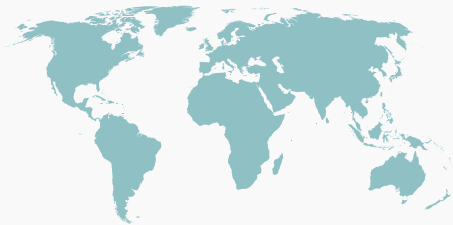
Die neuen von den USA verhängten Zölle sind für die chinesischen und asiatischen Industrieunternehmen von zentraler Bedeutung. Bei einem Zoll von 60 % könnten die direkten Kosten nach einigen Schätzungen bis zu 2,5 % des BIP betragen. Andererseits wird die Erschließung neuer Märkte wie schon in den vergangenen Jahren weiter vorangetrieben. Auch die Verlagerung von Produktionsketten, vor allem nach Mexiko, ist in vollem Gange.

Laut jüngstem UNCTAD-Bericht zum Welthandel, der auch Beobachtungen zum ersten Quartal enthält, beginnt sich der Handel zu erholen, wobei allerdings gewisse regionale und sektorale Unterschiede bestehen. Davon profitieren werden insbesondere jene Regionen und Sektoren, die am stärksten auf die Energiewende (Batterien, Solarzellen, Elektrofahrzeuge) oder auf den Bereich Künstliche Intelligenz (High-End-Halbleiter) ausgerichtet sind. Andere Indikatoren erholen sich ebenfalls, insbesondere die Frachtindizes. Die Dynamik des Welthandels wird gerade neu geordnet, je nach Reaktion auf die Produktionsketten und die geopolitischen Spannungen (siehe Zollschränken). Während China

im Fokus steht, können andere Regionen wie etwa Lateinamerika oder bestimmte Länder in Europa und Ostasien darin eine Gelegenheit sehen, sich in gefragten und abgeschotteten Sektoren einen Platz in der Lieferkette zu sichern. Durch die Fragmentierung des internationalen Handels werden die Karten zwar neu gemischt, das Handelsvolumen verringert sich dadurch hingegen nicht und es dürfte im Jahresvergleich wieder um 3 % wachsen.

Das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld wird von einem industriellen Aufschwung geprägt, der vor allem von auf den Strukturwandel ausgerichteten Unternehmen getragen wird. Dabei ist der anhaltende internationale Warenaustausch von entscheidender Bedeutung, selbst wenn die Einführung hoher Zölle wohl dazu führen wird, dass einige Märkte mit eingeschränktem Zugang umgangen werden.

MAKROÖKONOMISCHE DATEN: DYNAMISCHE WACHSTUMSREGIONEN		2024	2025
BIP %		4.2	4.2
WELTHANDEL %		3.0	3.3
INFLATION %		5.8	4.4
GELDPOLITIK		LOCKERUNG	STABILISIERUNG
MSCI EM	INDEX	1050	1250
	EPS	17 %	28 %
	PER	12.5	13.2



Dynamische Wachstumsregionen

Anleiheschulden

China – und die anderen

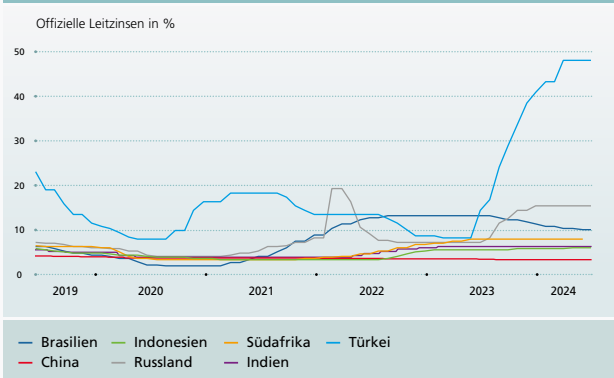
Die Preisinflation hat sich stabilisiert, bei der Geldpolitik lässt sich trotz anhaltender Lockerung in Lateinamerika (Brasilien und Chile) keine klare Richtung erkennen und China ist auf Stand-by ... Man könnte beinahe meinen, es braucht eine Zinssenkung der US-Notenbank, um den Entwicklungsländern einen neuen geldpolitischen Impuls zu geben. Russland bildet nach wie vor die Ausnahme, da seine Wirtschaft und die Preisinflation vom Krieg und dessen Folgen beeinflusst werden.

Die seit Anfang Jahr beobachteten Wechselkursbewegungen wurden ihrerseits von der wirtschaftlichen Lage in den jeweiligen Ländern bestimmt. Die Währungen der Länder mit grossem Aussenhandelsdefizit, die auf USD und Fremdkapital angewiesen sind, verlieren weiterhin rasch an Wert. Das gilt sowohl für Argentinien als auch für Brasilien und die Türkei. Die Abwertung von 10 % und mehr gegenüber dem US-Dollar führt zu einer höchst unterschiedlichen Wertentwicklung bei Schulden in Lokalwährung bzw. in US-Dollar, wodurch sich insbesondere bei Schuldpapieren in Lokalwährung gewisse Chancen auftun. Dabei können die Industrieländer, in denen die Staatsverschuldung mittlerweile zunehmend Sorge bereitet, die meisten dynamischen Wachstumsregionen (mit Ausnahme Chinas) um ihren Verschuldungsgrad nur beneiden.

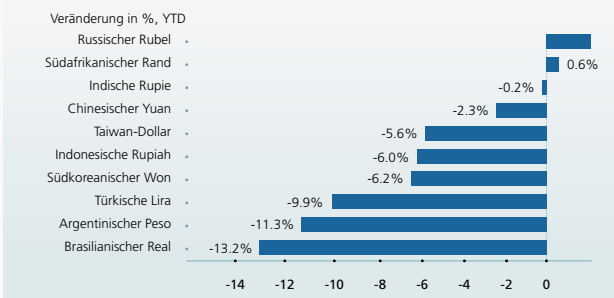
Ohne gleich auf Anleihen aus den dynamischen Wachstumsregionen als Alternative zu westlichen Anleihen im Falle einer neuen Staatsschuldenkrise wie 2011 zu setzen, ist der Vergleich des Schuldenstands im Hinblick auf das Risikomanagement bei Anleihen durchaus verständlich.

Vor diesem Hintergrund bezahlen Anlegerinnen und Anleger derzeit für Anleihen aus den dynamischen Wachstumsregionen minimale Risikoprämien in US-Dollar, während die Risikoprämien für Anleihen in Lokalwährung nicht weiter sinken oder sogar leicht steigen. Die Aufmerksamkeit richtet sich zunehmend auf dieses – durchaus riskante – Segment.

DYNAMISCHE WACHSTUMSREGIONEN: GELDPOLITIK

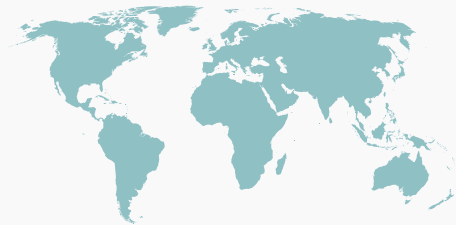


DYNAMISCHE WACHSTUMSREGIONEN: WÄHRUNGEN VS. USD



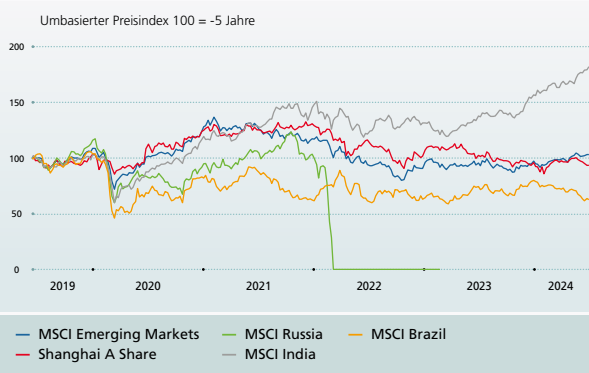
DYNAMISCHE WACHSTUMSREGIONEN: ANLEIHESCHULDEN (LC & HC)





Dynamische Wachstumsregionen Aktienmarkt

DYNAMISCHE WACHSTUMSREGIONEN: BÖRSENINDIZES

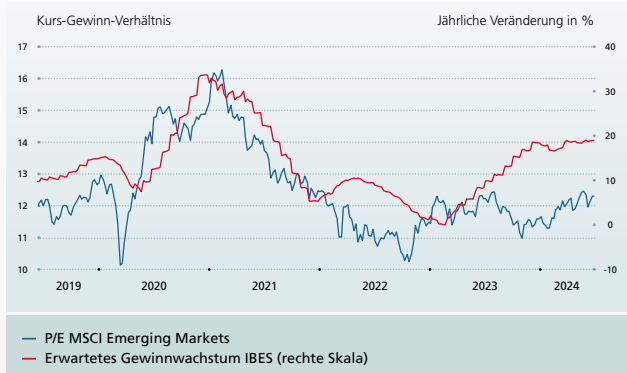


Ungeordnet

Der MSCI Emerging Markets Index beendete das zweite Quartal mit einer positiven Performance. Die aufstrebenden Länder Europas erwiesen sich als die dynamischste Region, gefolgt von Asien, allen voran China und Taiwan.

Für 2025 wird ein Gewinnwachstum von +15 % erwartet, das insbesondere von den Bereichen Technologie, Baustoffe und Gesundheit getragen wird. Auf Sektorebene erzielten in den vergangenen 12 Monaten Versorger, Technologie und Gesundheit die höchsten Gewinne, wobei der Gesundheitssektor ein solides Margenwachstum verzeichnen konnte. Im Gegensatz dazu litten Baustoffe, Basiskonsumgüter und Telekommunikation unter schwindenden Margen. Das stärkste Umsatzwachstum verzeichneten die Sektoren Energie, Nicht-Basiskonsumgüter und Gesundheit. Bei den übrigen Sektoren war die Entwicklung rückläufig.

DYNAMISCHE WACHSTUMSREGIONEN: WICHTIGSTE BÖRSENINDIKATOREN



Innerhalb der BRIC-Staaten konnten Indien und China im zweiten Quartal einen Gewinnanstieg verzeichnen, während die Gewinne in Brasilien rückläufig waren. Die Wachstumsprognosen für die beiden grössten Akteure der Region, Indien und China, liegen für 2025 bei etwa +15 %.

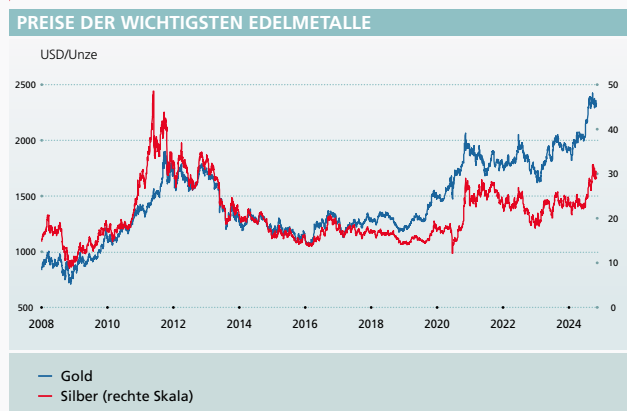
2024 dürfte es aufgrund der geopolitischen Spannungen zwischen China und den westlichen Ländern zu weiteren Schwankungen kommen. Die chinesische Wirtschaft wird nach wie vor durch die dortige Immobilienkrise belastet. Von den chinesischen Konsumentinnen und Konsumenten gehen hingegen positive Signale aus, wobei sich die Rückkehr des Wachstums in China erst noch bestätigen muss.

Indien dürfte sich dank seines dynamischen Wachstums weiterhin von den anderen Regionen abheben. Mit Blick auf Lateinamerika bleiben wir weiter vorsichtig, da es der Region noch immer nicht gelungen ist, ihre Fundamentaldaten zu konsolidieren.

DAS WESENTLICHE

- Das Wachstum in den dynamischen Wachstumsregionen leidet unter den Schwierigkeiten Chinas aufgrund der dortigen Immobilienkrise, der trüben Konsumentenstimmung und der verschlechterten Beziehungen zu den westlichen Ländern. Die Aussichten für Indien und die ASEAN-Staaten sehen besser aus.
- Das geopolitische Risiko ist in den dynamischen Wachstumsregionen von besonderer Bedeutung. Aufgrund der damit einhergehenden Volatilität sollte das Engagement in Aktien und Anleihen aus den risikoreicheren Regionen begrenzt werden.
- Diese Märkte bieten durch ein Engagement in Rohstoffen, insbesondere Metalle, die für den Strukturwandel und neue Technologien benötigt werden, eine durchaus sinnvolle Diversifikation im Aktienbereich. Dabei muss allerdings eine sorgfältige Auswahl von Qualitätstiteln erfolgen.
- Die Währungen der dynamischen Wachstumsregionen reagieren besonders empfindlich auf geopolitische Probleme, vor allem wenn die auf Dollar lautende Auslandsverschuldung des jeweiligen Landes hoch ist.

Rohstoffe



Ölpreis

In der letzten Juniwoche stieg der Preis für ein Barrel der Rohöl-sorten Brent auf über 86 US-Dollar, bedingt durch den Sommeranfang und die grossen Ferien in der nördlichen Hemisphäre sowie den deutlichen Rückgang der Lagerbestände. Die geopolitischen Spannungen und der Sommer dürften für einen anhaltenden Anstieg sorgen. Der Preis für die Sorte WTI stieg indes auf über 80 US-Dollar pro Barrel.

Die OPEC+-Staaten trafen sich am 2. Juni und sorgten damit für Aufsehen, nachdem die geopolitischen und wirtschaftlichen Entwicklungen der letzten Monate zu einem Rückgang des Ölpreises um mehr als 8 % seit Mitte April geführt hatten. Angesichts der instabilen wirtschaftlichen Lage und der Unsicherheit in Bezug auf die Geldpolitik beschloss die OPEC+, die freiwillige Kürzung der Fördermenge um 2,2 Milliarden Barrel pro Tag bis Ende September 2024 zu verlängern. Ab Oktober 2024 sollen die Kürzungen bis Ende September 2025 schrittweise gelockert werden. Auf diese Weise wollen die OPEC+-Staaten die Rohölpreise stützen und gleichzeitig die Förderbeschränkungen schrittweise lockern, um so der Kritik einzelner Mitglieder wie etwa der Vereinigten Arabischen Emirate Rechnung zu tragen.

Industriemetalle

Nachdem die Preise für Industriemetalle im Mai einen neuen Höchststand erreicht hatten, gaben sie in der Folge wieder nach. Der **Kupfer**preis ging im Laufe des Juni im Zuge einer Konsolidierung der Gewinne nach der zwischen Februar und Mai beobachteten Rally, als die Preise von ihrem Tiefststand im Februar von 8100 US-Dollar/Tonne um rund 36 % auf einen Höchststand von 11 100 US-Dollar/Tonne stiegen, wieder zurück. Viele Analystinnen und Analysten erklären den Rückgang durch einen angesichts des ausreichenden Angebots zu hohen Preis. Mittlerweile normalisiert sich der Preis in Bezug auf die Fundamentaldaten



wieder. So wies der Markt laut Angaben der International Copper Study Group (ICSG) im ersten Quartal 2024 einen Überschuss von 300 000 Tonnen auf, trotz einer stark gestiegenen Nachfrage (+4,2 % zwischen Januar und April im Jahresvergleich, bei +6,5 % in China). Ähnlich wie bei Kupfer sah die Entwicklung bei **Nickel** aus. Ein Grossteil der Kursgewinne im Rahmen der im zweiten Quartal verzeichneten Rally wurde wieder zunichte gemacht. Neue Bergbaulizenzen in Indonesien haben die Preise wieder stabilisiert. Auf den Philippinen ist die Suche nach amerikanischen und westlichen Investorinnen oder Investoren für den Ausbau der dortigen Nickelindustrie in vollem Gange. Auf diese Weise soll eine von China unabhängige Lieferkette geschaffen werden, die weitgehend durch die Förderung in Indonesien sichergestellt wird. Bei Zink und Aluminium kam es aufgrund von spezifischen Problemen bei der Produktion zu ähnlichen Preisbewegungen.

Edelmetalle

Die Preisentwicklung bei Edelmetallen setzte die zu Beginn des Jahres begonnene Dynamik im zweiten Quartal fort. Der **Gold**preis stieg um 17 %, während der **Silber**preis um fast 30 % zulegte. Für diesen Anstieg sind insbesondere die Zentralbanken in Asien verantwortlich, die ihre Devisenreserven in Dollar diversifizieren wollen, da die Unsicherheit bezüglich der Tragbarkeit der Schulden im Zusammenhang mit den Wahlen in Europa und den USA zugenommen hat. Allerdings haben weder Privatanlegerinnen und -anleger noch institutionelle Investorinnen und Investoren in grossem Umfang Finanzprodukte mit Bezug zu Edelmetallen gekauft. Überlegungen zu ESG-Kriterien könnten dabei unter Umständen eine Rolle spielen. Andererseits wird durch die sinkenden Realzinsen die Lagerung erschwinglicher, was bei der Nachfrage zum Teil ins Gewicht fallen könnte. Diese Entwicklung wird sich möglicherweise fortsetzen und so die Preise für Edelmetalle stützen.

URS ZIEGLER

Leiter Geschäftsbereich Asset Management

VALÉRIE LEMAIGRE

Chefökonomin

An der Redaktion beteiligt waren ausserdem:

BRUCE CROCHAT

Leiter Portfoliomanagement Institutionelle Kunden

SOCRATE FERRO

Finanzanalyst

OLIVIER ROBERT

Portfoliomanager Institutionelle Kunden

RAPHAËL MEMBREZ

Portfoliomanager Institutionelle Kunden

ABTEILUNG GLOBAL COMMODITY FINANCE

Der Strategieausschuss

Urs Ziegler, Leiter Geschäftsbereich Asset Management,
Präsident des Strategieausschusses

Valérie Lemaigre, Leiterin Anlagepolitik und Chefökonomin,
Mitglied des Strategieausschusses

Bruce Crochat, Leiter Portfoliomanagement Institutionelle Kunden,
Mitglied des Strategieausschusses

Axel Moser, Leiter Portfoliomanagement Privatkunden,
Mitglied des Strategieausschusses

Richard Christinat, Leiter Handelsraum,
Mitglied des Strategieausschusses

Olivier Ernoult, Leiter Team 2 Private Banking International Genf,
Mitglied des Strategieausschusses

Sébastien Collado, Präsident des Verwaltungsrats der BCGE France,
Mitglied des Strategieausschusses

Nicolas Demierre, Leiter Global Commodity Finance,
Mitglied des Strategieausschusses

Andrea Marzi, Senior Adviser,
Mitglied des Strategieausschusses

Impressum

Herausgeberin: Banque Cantonale de Genève, Abteilung
Kommunikation, Quai de l'Île 17, 1204 Genf
Tel. + 41 (0)58 211 21 00

Koordination: Grégory Jaquet (gregory.jaquet@bcge.ch)

Design: Level Studio Sàrl

Druck: ATAR Roto Presse SA

Auflage: 1500

Copyright: Jegliche vollständige oder teilweise Reproduktion der
Texte bedarf der Genehmigung der Herausgeberin.

Bildquellen:

Greg Dufeil, Refinitiv Datastream, BCGE Asset Management

Disclaimer

Die Investitionsstrategie der BCGE-Gruppe wird durch den Strategieausschuss der Banque Cantonale de Genève erstellt, um den Bedürfnissen der einzelnen Unternehmen der Gruppe gerecht zu werden. Die in dieser Broschüre vorgestellte Investitionsstrategie findet Anwendung auf alle Portfolios, die unsere Kundinnen und Kunden den Vermögensverwalterinnen und Vermögensverwaltern der einzelnen Unternehmen der BCGE-Gruppe anvertrauen. Das BCGE Asset Management unterstützt den Strategieausschuss durch seine Finanz- und Wirtschaftsanalysen. Es verfasst auch die vorliegende Broschüre. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen basieren auf für verlässlich befundenen Angaben und Statistiken. Weder das BCGE Asset Management noch der Strategieausschuss, die Banque Cantonale de Genève oder einzelne Unternehmen der BCGE-Gruppe können dafür haftbar gemacht werden.



BANQUE CANTONALE DE GENÈVE

Sitz: Quai de l'Île 17, 1204 Genf

Telefon: +41 (0)58 211 21 00

E-Mail: info@bcge.ch

www.bcge.ch

Lausanne: Avenue de la Gare 50, 1001 Lausanne

Zürich: Lintheschergasse 19, 8001 Zürich

Basel: Aeschengraben 10, 4051 Basel

Vertretungen

Dubai: Sheikh Zayed Road, Park Place, 14th Floor,
P.O. Box 102810, Dubai, UAE

Hongkong: Unit 1803 18/F Alexandra House,
Chater Road 18, Central, Hong Kong, China

TOCHTERGESELLSCHAFTEN

Banque Cantonale de Genève (France) SA

Lyon: Place Louis-Pradel 20, 69001 Lyon, Frankreich

Anncy: Rue Paul Guiton 1, 74000 Annecy, Frankreich

Paris: Rue de la Baume 5, 75008 Paris, Frankreich

www.bcgef.fr

Capital Transmission SA

Quai de l'Île 17, 1204 Genf

www.capitaltransmission.ch

Dimension SA

Avenue de la Gare 20, 1003 Lausanne

www.dimension.ch

Loyal Finance AG

Gessnerallee 38, 8001 Zürich

www.loyalfinance.ch

